

ФИНАНСЫ И КРЕДИТ

УДК 339.972

А. В. Табах¹*НИУ Высшая школа экономики,
г. Москва, Россия***А. В. Подругина²***НИУ Высшая школа экономики,
г. Москва, Россия*

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ: ВЛИЯНИЕ НА МИРОВУЮ ЭКОНОМИКУ

Аннотация. В посткризисный период наблюдается тенденция усиления финансового регулирования, интеграция финансовых национальных и транснациональных регуляторов. С одной стороны, это приводит к единообразию и гармонизации национальных (и наднациональных) систем финансового регулирования. С другой стороны, ужесточение финансовых норм приводит к замедлению роста. Существенное влияние на последствия ужесточения финансовых стандартов имеет внешний экономический фон – провалы регулирования в кризис, современная монетарная политика, низкие процентные ставки и «паралич кредита». Цель исследования состоит в том, чтобы проанализировать последствия мер по ужесточению финансовых норм на экономику с учетом текущего экономического контекста, в частности второе и третье Базельские соглашения, американский закон о налогообложении иностранных счетов FATCA, а также тенденции интеграции финансовых регуляторов и создания мегарегуляторов. С помощью теоретического исследования и сравнительного анализа макроэкономических статистических данных получены выводы о перспективах влияния вышеописанных мер на экономику в краткосрочном и среднесрочном периоде. Все описанные меры влекут за собой как положительные последствия от стабилизации финансовых рынков (или в случае FATCA – стабилизации и повышения поступлений в государственный бюджет), так и отрицательные в виде замедления темпов роста экономики. По мнению авторов, в краткосрочном и среднесрочном периодах будет усиливаться тенденция к регулированию финансовых рынков, всесторонней координации на страновом, региональном и глобальном уровнях, повышению прозрачности финансового регулирования, однако при этом такие односторонние меры, как FATCA потеряют популярность.

Ключевые слова: финансовое регулирование; финансовый надзор; мегарегулирование; паралич кредита; кризис; экономический рост.

Актуальность темы исследования

Провалы регулирования и неудачный дизайн системы финансового надзора обобщенно признаются основной причиной глобального финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2008 г. Несоответствие размеров финансового сектора в крупнейших экономиках мира возможностям регуляторов, недостатки в дизайне системы регулирования и деятельности надзорных

структур на глобальном уровне, усугубили кризисные явления и повысили издержки

¹ Табах Антон Валерьевич – кандидат экономических наук, доцент Национального исследовательского университета Высшая школа экономики (101000, г. Москва, ул. Мясницкая, 20); e-mail: atabah@hse.ru.

² Подругина Анастасия Викторовна – аспирант Национального исследовательского университета Высшая школа экономики (101000, г. Москва, ул. Мясницкая, 20); e-mail: podrushkina@gmail.com.

по выходу из кризиса и поддержке финансовых систем. При этом меры монетарного характера (как переход к сверхнизким и даже отрицательным официальным процентным ставкам крупнейшими центральными банками) при неизменности регулирования и сохранению потенциала для злоупотреблений могут привести к еще более тяжелым последствиям. Понимание этого присутствует и среди академического сообщества и среди регуляторов и законодателей.

Во время острой фазы кризиса предлагалось достаточно много мер по приведению в соответствие финансовых рынков и регулятивной среды. На повестку дня встали как возвращение к старым инструментам (таким как разделение инвестиционных и коммерческих банков), так и более современные – создание мегарегуляторов, повышение роли саморегулируемых организаций. Масштабные финансовые кризисы уже неоднократно приводили к радикальным изменениям институциональной среды, и последняя волна кризиса вряд ли будет исключением.

Любые принимаемые регулятивные меры имеют двусторонний эффект на экономику – с одной стороны, снижается волатильность множества показателей за счет повышения стабильности экономики, что может значительно снижать вероятность кризисов и других глобальных шоков. С другой стороны, накладываемые ограничения замедляют развитие экономики и снижают темпы экономического роста, снижают конкуренцию за счет ухода с рынка несоответствующих требованиям игроков, а также приводят к множеству других негативных последствий. При этом общий эффект может быть как положительным, так и отрицательным – какие последствия зависят от множества параметров, в том числе от экономической обстановки, проводимой монетарной политики, общего контекста.

Также важно понимать, что новые регулятивные стандарты влияют на экономику через множество каналов – это и более очевидные каналы, такие как снижение выдачи кредитов вследствие повышения ключевой ставки, и менее измеримые, но имеющие значительное влияние, как, например, изменение ожиданий экономических агентов.

Настоящая статья ставит своей целью произвести обзор основных инструментов регулирования и снижения рисков, предлагаемых изменений, оценить их эффективность на макроуровне, а также оценить потенциал принимаемых мер, учитывая разнообразие новых регулятивных тенденций, а также множество каналов передачи эффекта введения новых стандартов.

Степень изученности и проработанности проблемы

Ужесточение регулирования финансовых рынков после кризиса 2008–2009 гг. – одна из главных тем активно идущей научной дискуссии. Многие исследователи, а также представители регулирующих или правительственных органов признали одной из причин состоявшегося кризиса и его тяжелых последствий пробелы в финансовом регулировании [1], а также необходимость реформирования финансовой системы [1, 2]. Проведенный множеством ученых анализ причин финансового кризиса показал необходимость ужесточения финансового регулирования и усиления контроля над финансовыми институтами.

Однако нельзя говорить о том, что положительное влияние любых мер по ужесточению регулирования на стабильность финансовой системы однозначно установлено – этот вопрос все еще является предметом научной дискуссии [3]. Модернизация финансовых институтов требует стратегического макропруденциального подхода.

Дискуссия о различных необходимых мерах, направленных на повышение ста-

бильности финансовой системы, собрала множество мнений. В первую очередь различными исследователями были сформулированы требования к достаточности капитала, рекомендации о контрциклическом характере регулирования таких требований, рекомендации по управлению ликвидностью [4, 5]. МВФ призвал увеличить возможности центральных банков по управлению системными шоками, а также усилить финансовый надзор [6, 7]. Необходимыми были признаны меры по усилению контроля рейтинговых агентств, которые также сыграли роль в развитии финансового кризиса [4].

Результатом научной дискуссии, а также обсуждения на межстрановом уровне стало соглашение Базельского комитета по банковскому надзору – Базель III [8]. Еще до главных крахов 2008 г. стало очевидно, что принципам Базеля II нужно фундаментальное усиление. В Базеле III были сформулированы положения, дополняющие, а не заменяющие Базель II, и направленные в первую очередь на повышение устойчивости финансовой системы. Кроме того, новый документ направлен на переход от рекомендаций к нормам, подразумеваются санкции за неисполнение описанных требований. Большое внимание было уделено требованиям к достаточности капитала, были введены новые стандарты управления ликвидностью, ужесточены требования к раскрытию информации и прозрачности деятельности, а также повышены требования управления рисками.

Описанное ужесточение финансового регулирования проходило в период низких процентных ставок и «кредитного сжатия» (credit crunch) [9], что необходимо учитывать при анализе последствий введения более жестких требований к финансовой системе.

Эмпирический анализ последствий ужесточения финансового регулирования

был проведен множеством исследователей с применением различных эконометрических методов. Оценка влияния введения требований Базеля III проводилась Группой анализа макросреды, созданной в рамках Базельского комитета [8], Международным валютным фондом [10, 11] экспертами ОЭСР [12].

Предлагаемый подход к анализу

Меры по ужесточению финансового регулирования проанализированы в статье как с теоретической, так и с эмпирической точек зрения – проанализированы доступные эмпирические данные, касающиеся введения Базельских соглашений, представлен краткий обзор плюсов и минусов мегарегулирования, а также с теоретической точки зрения рассмотрен закон о налогообложении иностранных счетов FATCA. На основе сопоставления представленных фактов с эмпирическими данными о текущей экономической ситуации получены выводы относительно краткосрочных и среднесрочных перспектив последствий ужесточения финансового регулирования.

Анализ текущей ситуации в сфере финансового регулирования

1. Внешний фон

После кризиса наблюдается тенденция выравнивания темпов ВВП, а также существенные региональные кризисы в развивающихся экономиках (Бразилия, Россия) на фоне сложной геополитической обстановки (рис. 1). Долговые кризисы стран еврозоны существенно замедлили посткризисное восстановление региона и на данный момент продолжают представлять собой препятствие для стабильного роста.

Одной из существенных тенденций можно считать серьезное уменьшение процентных ставок в развитых стран – в посткризисный период ключевые ставки

в США, Еврозоне, Японии снизили практически до нуля, что обеспечило отрицательные реальные процентные ставки. При этом процентные ставки в развивающихся странах остаются высокими – отча-

сти это связано с произошедшими региональными кризисами (рис. 2). Подобная разница в процентных ставках может создавать возможности для нерегулируемого арбитража.

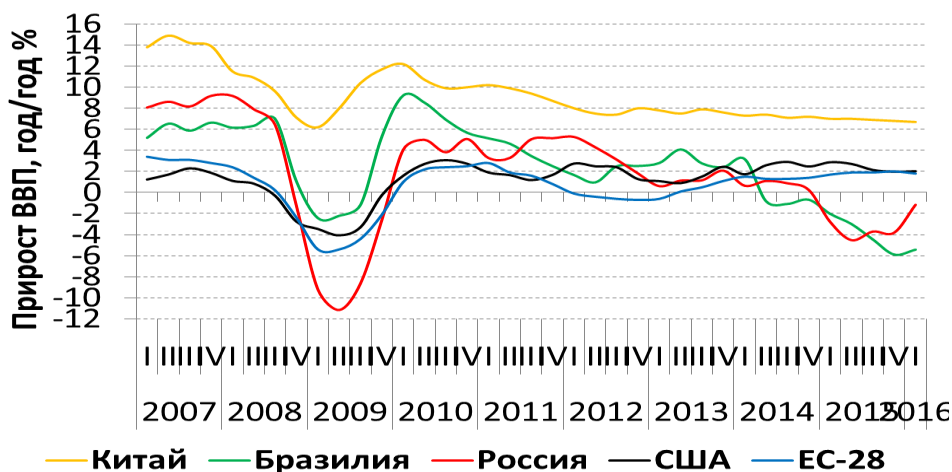


Рис. 1. Темпы роста ВВП в развитых и развивающихся странах

Источник: Thomson Reuters Datastream.

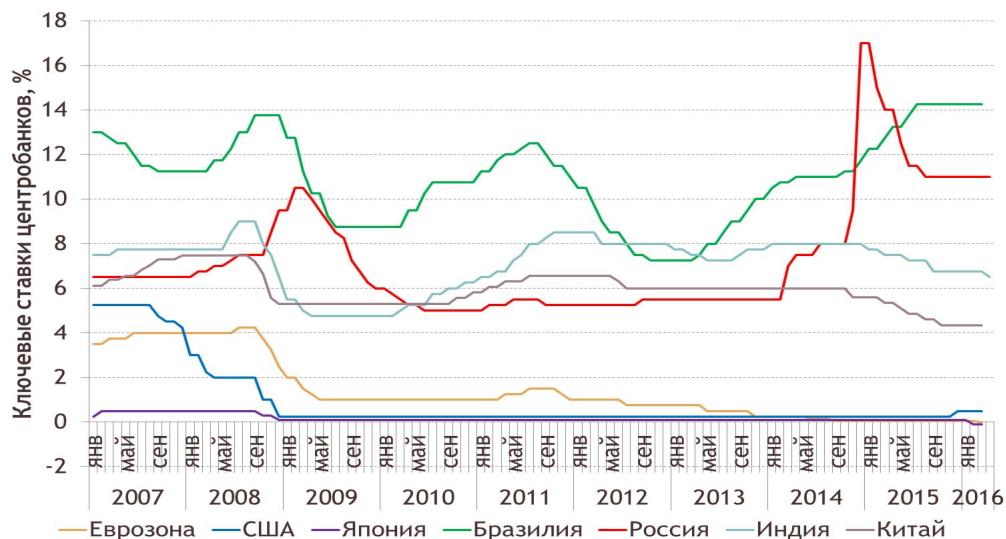


Рис. 2. Ключевые ставки центральных банков

Источник: Thomson Reuters Datastream

2. Обзор принятых мер и тенденций по ужесточению финансового регулирования

2.1. Базельские стандарты

Базельский комитет по банковскому надзору был основан президентами центральных банков G10 в 1974 г. Целью создания Базельского комитета стало создание и установление стандартов банковского регулирования, а также организация дискуссии по вопросам банковского надзора. Среди видов деятельности комитета можно выделить следующие:

- обмен информацией о состоянии банковского сектора и финансовых рынков с целью идентификации глобальных рисков;
- обмен знаниями, подходами и техниками банковского надзора;
- установление единых стандартов регулирования и банковского надзора;
- заполнение пробелов регулирования, угрожающих финансовой стабильности;
- мониторинг процесса введения установленных стандартов в странах – членах Базельского комитета;
- сотрудничество с центральными банками стран, не являющихся членами комитета, на предмет их участия в работе комитета, а также установления стандартов банковского регулирования в этих странах;
- взаимодействие с другими международными финансовыми органами.

В принятом в 1988 г. Базеле I вводилось требование минимального отношения капитала к взвешенным по риску активам на уровне 8 %. Впоследствии к Базелю I вносились множество поправок, например, об учете не только кредитного риска. Наконец, в 1999 г. поступило предложение заменить документ 1988 г., путем введения новой системы взглядов на капитал. Основная цель нового документа – повышение качества управления рисками. В рамках новой кон-

цепции капитала были названы «три компонента» регулирования:

1. Минимальные требования к уровню капитала.
2. Надзорный процесс.
3. Рыночная дисциплина.

Первая часть – минимальные требования к уровню капитала – фактически посвящена расчету кредитного риска. Документ предлагает два подхода – стандартизированный и IRB (Internal Ratings-Based Approach) подход. Стандартизированный подход основан на взвешивании величины кредитных требований по рейтингу, присвоенному заемщику каким-либо международным рейтинговым агентством. Коэффициент взвешивания также зависит от степени риска контрагента – он различается для суверенов, центральных банков, финансовых институтов, компаний.

IRB подход позволяет банкам оценивать кредитоспособность заемщиков, пользуясь своими внутренними оценками кредитного риска. В модели IRB подхода задействованы четыре компонента риска:

- Вероятность дефолта (probability of default, PD).
- Удельный вес потерь в стоимости актива в случае дефолта контрагента (loss given default, LGD).
- Стоимость под риском дефолта (exposure at default, EAD).
- Эффективные сроки погашения (effective maturity, M).

С помощью этих показателей рассчитываются размеры непредвиденных убытков (unexpected loss, UL) и ожидаемых убытков (expected loss, EL). Кроме того, в первом компоненте вводятся требования минимального размера капитала:

- Отношение совокупного капитала к активам не должно быть ниже 8 %.
- Капитал второго уровня не должен превышать 100 % капитала первого уровня.

Второй компонент Базеля II посвящен принципам надзорного процесса и управления рисками, прозрачности и отчетности перед органами банковского надзора. Среди принципов надзора выделены следующие:

1. Банки должны иметь процедуры оценки общей достаточности капитала относительно характера своего риска и стратегию поддержания уровня этого капитала.
2. Органы банковского надзора должны проверять и оценивать определение банками достаточности их внутреннего капитала и их стратегию в этой области, а также их способность отслеживать и обеспечивать соблюдение нормативов капитала. Органы банковского надзора должны предпринимать необходимые надзорные действия в том случае, если они не удовлетворены результатом этого процесса.
3. Органы банковского надзора вправе ожидать, что банки будут поддерживать уровень капитала выше минимальных регулятивных нормативов, и должны иметь возможность требовать от банков поддерживать капитал выше этого минимума.
4. Органы банковского надзора должны осуществлять превентивное вмешательство с тем, чтобы предотвратить снижение капитала ниже минимального уровня, необходимого для обеспечения присущих данному банку рисков, и обязаны принимать срочные меры по исправлению положения, если размер капитала не поддерживается на достаточном уровне или не восстанавливается до достаточного уровня.

Таким образом, второй компонент призван не только гарантировать достаточность капитала у банков, но и активизировать создание и применение более совершенных методов управления рисками.

Третий компонент – рыночная дисциплина – дополняет первые два компонента, а также обосновывает требование о раскрытии информации. Такое требование актуально в связи с тем, что в соответствии с предложенным IRB подходом банки получают возможность опираться на внутренние методологии, что дает банкам большую свободу действий.

Базель III был разработан в ответ на уроки финансового кризиса 2008 г., в котором были выявлены существенные недостатки в финансовом регулировании. Еще до главных крахов 2008 г. стало очевидно, что принципам Базеля II нужно фундаментальное усиление. В Базеле III были сформулированы положения, дополняющие, а не заменяющие Базель II, и направленные в первую очередь на повышение устойчивости финансовой системы. Кроме того, новый документ направлен на переход от рекомендаций к нормам, подразумеваются санкции за неисполнение описанных требований.

Большое внимание было уделено требованиям к достаточности капитала первого и второго уровня, а также собственному капиталу банка. Кроме того, для поддержания достаточности капитала в Базеле III предусмотрены два буфера капитала – консервации и контрциклический. Также были введены новые стандарты управления ликвидностью – обеспечение краткосрочной ликвидностью (LGR) и долгосрочным стабильным фондированием (NSFR). Вместе с тем были ужесточены требования к раскрытию информации и прозрачности деятельности, а также повышены требования управления рисками.

2.2. Интеграция финансовых регуляторов

Другой тенденцией последнего времени в финансовом регулировании стала интеграция финансовых надзорных и контролирующих органов в стране, а также в некоторых случаях – создание единых над-

национальных регулирующих финансовых органов.

Традиционно большинство стран осуществляли регулирование финансовых рынков с помощью отдельных финансовых институтов, таких как министерство финансов, центральный банк, специально созданные надзорные агентства и пр. Первой страной, создавшей единый мегарегулятор для банковского сектора, рынка ценных бумаг и рынка страхования, в 1986 г. стала Норвегия. В 1988 и 1991 гг. были введены единые регуляторы в Дании и в Швеции. Тенденция создания единых финансовых регуляторов начала укрепляться с тех пор как в 1997 г. было объявлено о создании Финансового надзорного департамента в Великобритании (FSA). Предполагается, что единый регулятор будет лучше справляться с мониторингом рисков финансовой системы и отвечать на потенциальные или реальные угрозы финансовой стабильности, кроме того, существует еще ряд плюсов единого регулятора. В то же время существуют некоторые минусы применения мегарегулирования. Дискуссия касательно необходимости или же, наоборот, недопустимости применения единого регулирования имеет достаточно обширный характер, выпущено немало статей, доказывающих одну или другую точку зрения.

Аргументы «за»:

1. Одним из наиболее популярных аргументов является возможность надзора за финансовыми конгломератами. Увеличение количества финансовых конгломератов требует от надзорных органов возможности наблюдения за всеми проводимыми операциями в совокупности. В первую очередь это требуется для установления единой оценки риска и уверенности в том, что не пропущена никакая деятельность конгломерата. Кроме того, может существовать некий риск для всей финансовой группы в целом, который не может быть выявлен

отдельными надзорными институтами. Конечно, кооперация между отдельными регуляторами, обмен информацией, а также соглашения о контроле конгломерата могут частично решить проблему, но единый регулятор способен разрешать такие проблемы проще. Абрамс и Тэйлор упоминают, что подобные проблемы могут возникать также и вне рамок одной страны, так что национальные регуляторы разных стран будут вынуждены сотрудничать [20].

2. Другая упоминаемая проблема – конкурентная нейтральность. В связи со значительным развитием финансовой системы может существовать проблема нахождения различия товаров или услуг, предлагаемых разными финансовыми институтами. Таким образом, может сложиться ситуация, в которой финансовые институты, предлагающие одинаковую услугу, регулируются различными органами по разным стандартам. В таком случае велика вероятность возникновения «надзорного арбитража» – перевода услуги в ведение той части конгломерата, в которой издержки ее предоставления ниже. С другой стороны, считают Абрамс и Тэйлор, обеспечение конкурентной нейтральности не является предназначением мегарегулятора.

3. Единый регулятор обладает большей гибкостью в принятии регулятивных мер, чем отдельные регуляторы, отчасти занятые борьбой за влияние или проблемами, связанными с пересекающимися обязанностями. То есть мегарегулятор может предложить более эффективный способ ответа на развитие рынка или инновации. Кроме того, он может дать показать достаточно быструю реакцию, что весьма важно в случае быстроразвивающихся финансовых рынков, а также развивающихся или переходных экономик, чей темп развития требует принятия быстрых мер.

4. В той же работе также отмечается более эффективное использование ресур-

сов единым регулятором – сказывается экономия от масштаба на сопровождающей инфраструктуре, администрировании, информационных технологиях. Унифицированный сбор данных может способствовать более эффективную систему отчетов. Briault в своей статье 1999 г. подтверждает, что единое регулирование устраняет издержки ненужного дублирования функций регуляторов. Также он упоминает, что для единого регулирующего органа будет легче справиться с появлением обилия новых финансовых продуктов.

5. Объединение регуляторов способствует созданию высококвалифицированного и обученного персонала по единым требованиям. Облегчается процесс передачи специализированных знаний, появляется возможность замены сотрудника одного отделения мегарегулятора сотрудником из другого в силу унификации процессов надзора. В связи с нехваткой квалифицированных в сфере финансового надзора кадров в развивающихся экономиках, это может стать существенным плюсом.

6. Еще одним аргументом в пользу единого регулирования может стать улучшение отчетности – в единой системе проще учитывать издержки регулирования, его провалы и пр. Это важно в том числе для увеличения прозрачности финансового регулирования как для политиков, так и для общества.

Аргументы «против»:

1. Одним из наиболее серьезных аргументов «против» является возможное непонимание четких целей единого регулятора. Существует целый ряд предполагаемых целей – начиная от защит от системного риска, заканчивая защитой отдельных потребителей от мошенничества. Возможно, предполагают Абрамс и Тэйлор, единый регулятор не сможет сфокусироваться на каждой из целей и адекватно различать регулирование в случае каждого из финансовых институтов. Возможно, вместо улуч-

шения отчетности унификация регуляторов приведет к «замыливанию» целей, в связи с тем, что формулирование единого набора целей и задач затруднено.

2. Помимо экономии от масштаба, названной в разделе аргументов «за», могут возникнуть убытки, связанные с отрицательным эффектом масштаба. Один из источников неэффективности – тот факт, что единый регулятор фактически представляет собой монополию, которая может увеличивать потери общества в связи, например, с излишней бюрократизацией. Другой источник – так называемый эффект «рождественской елки» – состоит в том, что объединенный и унифицированных характер нового регулирующего института побуждает политиков «навешивать» новые и новые обязанности и задачи, зачастую даже не связанные с основными функциями регулятора.

3. Некоторые эксперты утверждают, что синергетический эффект единого регулирующего органа переоценен. Они предполагают, что эффект экономии на разнообразии значительно превышает эффект экономии от масштаба. Абрамс и Тэйлор приводят в пример различие в поведении между двумя регулируемыми институтами – банковским надзором и надзором за рынком ценных бумаг. Первый орган ведет себя скорее как доктор, проверяя здоровье пациента, тогда как второй подобен полицейскому, пытающемуся уличить злодея. Следует отметить, что в отсутствие каких-либо количественных данных об экономии от разнообразия или масштаба, сложно говорить о превышении одного эффекта над другим.

4. Одна из самых обсуждаемых проблем – проблема морального риска. Единый регулятор должен обеспечивать одинаковое отношение и защиту для различных финансовых институтов, потребителей, инвесторов и прочих агентов финансовых рынков.

5. Еще один аргумент приводит Гудхарт, говоря о больших издержках переходного

периода [21]. Процесс изменения структуры системы финансового регулирования оказывает значительное негативное влияние на персонал, что приводит к снижению эффективности деятельности.

6. Мартинез и Роуз упоминают, что эффективность единого регулирования может зависеть от эффективности отдельных институтов [22]. Так, в стране со слабым регулированием финансовых рынков, может быть, разумнее добиться осуществления регулирования с помощью различных органов, прежде чем обсуждать их количество.

2.3. Роль центрального банка

В случае принятия страной решения о создании единого регулятора на базе центрального банка, как это было сделано во множестве стран, встает проблема морального риска – в такой ситуации центральный банк должен либо отделить внутри себя финансовое регулирование от проведения монетарной политики, либо отказаться от функций, позволяющих проводить такую политику.

Аргументы против разделения этих двух обязанностей сильны. Главный из них – тот факт, что финансовые институты представляют собой некий канал передачи краткосрочной ставки процента от центрального банка ко всей экономике, так что центральный банк должен быть уверен в финансовой стабильности этих банков для проведения эффективной монетарной политики. Этот аргумент зачастую дополняют следующими сопутствующими: синергетический эффект между информацией, собираемой в целях финансового надзора, и той, что требуется для проведения монетарной политики; необходимость информации о финансовом состоянии банков для центрального банка в качестве кредитора последней инстанции и др.

Другой аргумент за основание мегарегулятора на базе центрального банка осо-

бенно важен для стран СНГ. В большинстве этих стран центральный банк имеет полную независимость от других органов, иногда даже прописанную в конституции. Это может помочь защитить финансовый надзор от влияния парламента или правительства.

С другой стороны, у центрального банка, который также ответственен за финансовый надзор, может возникнуть конфликт интересов касательно выбора условий монетарной политики – достаточно строгая монетарная политика может привести к банкротству некоторых финансовых институтов. Кроме того, в крахах финансовых институтов будет обвинен регулирующий орган, что в случае центрального банка может помешать введению монетарной политики – этот инструмент теряет эффективность, если падает доверие общества.

Похожими преимуществами и проблемами обладает наднациональный регулятор по сравнению с национальным. Объединение нескольких национальных финансовых регуляторов ведет к гармонизации законодательства и уменьшению издержек регулирования, ввиду большей информированности органа позволяет применять более слаженную политику в отношении различных экономических агентов в разных странах, а также обладает рядом других преимуществ. С другой стороны, единый регулятор теряет маневренность и отдален от контролируемых экономических агентов, что может привести к универсализации политики для различающихся ситуаций.

2.4. FATCA

Отдельной регулятивной проблемой стала реализация принятого США закона «О налогообложении иностранных счетов» (Foreign Account Tax Compliance Act, далее FATCA). Этот федеральный закон США нацелен на предотвращение уклонения от уплаты налогов гражданами (и постоян-

ными жителями) США или налоговыми резидентами этой страны. По мнению инициаторов закона, практика сокрытия части дохода весьма распространена среди налогоплательщиков США, при том что налоговое управление США не было способно эффективно справляться с подобными ситуациями при трансграничных финансовых операциях. Сбор федеральных налогов в США устроено по системе «добровольного согласия» и самостоятельного декларирования доходов. При этом в отличие от подавляющего большинства стран мира, США облагают налогом доходы граждан и корпораций по всему миру, вне зависимости от места проживания и налогового резидентства (с существенными льготами для физических лиц).

Основной причиной невозможности полноценного контроля за доходами налоговых резидентов США бесконтрольности ситуации был объявлен тот факт, что иностранные финансовые институты не передавали никакой информации в налоговое ведомство США, что позволяет использовать оффшорные счета для уклонения от уплаты налогов. По оценкам Налогового управления США [26], от зарубежных финансовых операций бюджет США ежегодно теряет около 100 миллиардов долларов от использования этой схемы. Существует несколько причин для этого: налоговые законодательства других стран могут отличаться (например, подоходный налог может быть ниже), кроме того, в ряде юрисдикций существует более жесткое, чем в США, законодательство о банковской тайне. FATCA был принят после раскрытия некоторого количества громких случаев уклонения от уплаты налогов.

Обнаружение уклонения от налогов было слабым местом всех предыдущих способов решения проблемы, поэтому новый закон был разработан с акцентом на раскрытие случаев неуплаты налогов.

Кроме того, закон предусматривает предотвращение будущих уклонений. Вместо стимулирования финансовых институтов к раскрытию информации, предполагается наказание для тех, кто не информирует Налоговое управление США.

Объем информации, который запрашивает Налоговое управление США в соответствии с FATCA, является существенной нагрузкой даже для крупных финансовых институтов. Зарубежные финансовые институты должны не только отчитываться об открытии счета резидентом США, но и предоставлять информацию о действиях, совершаемых с этим счетом, начиная от совокупных денежных поступлений и снятий средств со счетов, заканчивая переводом средств между счетами.

Проблема несоответствия FATCA законодательству других государств и стандартам «банковской тайны» возникла у большинства юрисдикций. Большинство стран решали проблему несогласованности так же как Российская Федерация – в законодательстве предусматривалась возможность отказа работать с американскими резидентами в случае их отказа о предоставлении информации. Кроме того, в межправительственных соглашениях оговаривались положения, в которых FATCA противоречила внутреннему законодательству.

FATCA стимулировал другие государства к принятию аналогичных законов, повторяющих требования FATCA. В конечном счете идея была реализована несколькими государствами, в частности Великобританией, под кодовым названием «сын FATCA». Этот закон запрашивал от всех Коронных земель и Британских заморских территорий прав на автоматический обмен информацией. В случае отказа соблюдать соглашение, Великобритания угрожала ветированием соглашений по FATCA этих территорий. Остров Мэн был первой территорией, подписавшей это соглашение. Франция после-

довала примеру Великобритании и начала разрабатывать собственный проект mini-FATCA, который имел своей целью преследование резидентов Франции. Законопроект вступил в силу в июле 2012 г. и предполагал существенный штраф за несогласие. Бразилия также потребовала владения информацией о транзакциях по аналогии с FATCA. В целом FATCA и копирующие его законы других государств радикально сократили масштабы банковской тайны и создали серьезную регулятивную нагрузку на банки и финансовые институты.

Изначально реакция властей России на закон FATCA была резко негативной: в своем письме от 24 апреля 2012 г. № 03-08-07 Минфин РФ сообщил оценку FATCA, которая была дана Министерством иностранных дел РФ и Банком России. Оценка заключалась в следующем: закон противоречит Гражданскому кодексу РФ; законодательство РФ не предусматривает принудительного исполнения требований правительственных органов США; закон противоречит российским положениям о банковской тайне.

Однако впоследствии началась работа по внесению соответствующих поправок в действующее российское законодательство – из соображений сохранения нормальных финансовых операций с США и международными банковскими институтами. Переговоры о заключении межправительственного соглашения с Министерством финансов РФ были приостановлены в марте из-за внешнеполитических событий по инициативе американской стороны. Однако, несмотря на отказ от подписания соглашения и заявления МИДа РФ об «экстратерриториальном характере» закона, в конце июня закон, разрешающий российским банкам передавать информацию в налоговое ведомство США с согласия клиентов, был подписан президентом. При этом при отказе клиентов от передачи

информации банк имеет возможность отказаться от работы с ним.

4 сентября 2014 г. глава Росфинмониторинга сделал заявление о том, что FATCA угрожает финансовой системе РФ, а также, что закон может быть приравнен к санкционным инструментам. Однако множество российских финансовых организаций (около 1500³ к концу второго квартала 2016 г.) уже зарегистрировались система FATCA, а в связи с подписанием закона, позволяющего отказаться работать с клиентом в случае отказа от предоставления информации, многие российские банки приостановили обслуживание американских клиентов. Это связано с тем, что исполнение требований FATCA без подписания межправительственного соглашения весьма затруднительно.

Анализ полученных последствий усиления финансового регулирования

В данном разделе будут последовательно рассмотрены текущие последствия мер и тенденций по ужесточению финансового регулирования.

1. Базельские стандарты

Последствия подобного ужесточения финансовых требований рассматриваются с двух сторон – решение влечет за собой как выгоды для экономики, так и издержки.

С одной стороны, введение более жестких требований в долгосрочном периоде означает более устойчивую банковскую систему – снижается вероятность банковских кризисов, а также их тяжесть, что в совокупности снижает ожидаемые издержки от кризиса. В частности, согласно модели Банка международных расчетов, повышение требований к достаточности капитала с 7 до 8 %, снижает вероятность возник-

³ Список FATCA Foreign Financial Institution от 26 июня 2016 года, опубликованный IRS.

новения банковского кризиса с 5,1% до 3,1 % [13]. Требования к ликвидности, по мнению Банка международных расчетов, также значительно снижают вероятность кризиса. Более свежие исследования также подтверждают положительный эффект повышения требований к достаточности капитала и ликвидности. Теоретическое исследование [14] 2015 г. демонстрирует, что, например, при коэффициенте левериджа в 3 % и увеличении коэффициента достаточности капитала на 2 процентных пункта в среднем вероятность кризисной ситуации снижается на 7,7 процентных пунктов. При этом отмечается, что снижение вероятности возникновения кризиса на 1 п.п. снижает ожидаемые издержки возникновения кризиса на 0,6 % [13]. Кроме того, введенные меры способствуют снижению колебаний выпуска и в периоды вне кризиса, что также способствует увеличению благосостояния. Эмпирические исследования по доступным к настоящему моменту данным также свидетельствуют о большей устойчивости банковской системы после введения новых стандартов при растущей рентабельности собственного капитала (ROE) [15]. Наибольший эффект замечен в Канаде, при этом следует заметить, что в этой стране банковская система оправилась от эффекта «паралича кредита» быстрее остальных.

Кредитное сжатие или «кредитный паралич» (credit crunch) – ситуация, в которой, несмотря на низкие процентные ставки, показатели выдачи кредитов не растут и зачастую даже сжимаются. Кредитный цикл весьма тесно связан с экономическим циклом [16] – состояние кредитного сжатия наступает после кризиса, в тот момент, когда кредитная экспансия еще не успевает развернуться. Период кредитного сжатия в США после рецессии 2007–2008 гг. продолжается дольше обычного – 6 лет, что, несмотря на более значительное, чем в пре-

дыдущие кризисы, падение кредита, представляется аномальным [17].

Одним из возможных объяснений подобного поведения кредита можно считать принятые меры по ужесточению финансового регулирования. Такие меры не дают развернуться расширению кредита и инновациям, которые играют серьезную роль в укреплении банковской системы за счет перераспределения рисков в сторону тех агентов, которые согласны их нести. Последствия затянувшегося кредитного сжатия значительно сказываются на скорости восстановления экономики после кризиса и на показателях экономического роста.

Очевидно, что новые стандарты финансового регулирования влияют на экономический рост не только через процесс кредитного сжатия, но и напрямую. В основном исследователи говорят о небольшом снижении темпов экономического роста в краткосрочном периоде, но неизменном тренде в среднесрочном [13]. В основном эффект реформы влияет на экономический рост через увеличение кредитных спредов – оценивалось, что в 2015 г. для соответствия новым финансовым стандартам кредитные спреды должны были вырасти в среднем на 15 процентных пунктов [12]. С количественной точки зрения повышение на 1 п.п. требований к достаточности капитала приводит к снижению равновесного уровня выпуска на 0,09 %, а аналогичное повышение требований к ликвидности – к снижению равновесного уровня выпуска на 0,08 % [18]. Другое исследование дает похожую оценку – в среднем введение новых финансовых стандартов снизит темпы экономического роста на 0,05–0,15 % [12].

Другой существенный механизм передачи ужесточения финансового регулирования на экономический рост – издержки на соблюдение законодательства (compliance costs). Согласно исследованию Thomson Reuters [19], издержки на соблюдение зако-

нодательства растут – фирмам требуется все больше квалифицированного персонала, чтобы соблюдать нормы сдачи отчетности и прочие регулятивные требования. Более двух третей опрошенных представителей фирм считают, что «издержки на бюрократию» продолжают расти, а 32 % фирм оценивают будущий рост как значительный.

Говоря об общем эффекте, учитывающем как экономические выгоды, так и издержки ужесточения финансового регулирования, исследователи говорят в основном о положительном суммарном эффекте [13].

2. Интеграция финансовых регуляторов

В европейской дискуссии о наднациональных регуляторах, с одной стороны, утверждается необходимость единого регулирования для оценки стабильности и рисков тесно связанной системы европейских банков [23], с другой – звучали опасения «эффекта домино», т. е. улучшения механизма передачи негативных шоков от одного банка к другому за счет единой системы регулирования [24].

Европейская система финансового надзора (ESFS), представляющая собой сеть интегрированных национальных регуляторов, по мнению Еврокомиссии, адекватно справилась с последствиями европейского финансового кризиса (2011–2012), однако система не лишена ряда проблем: недостаточная прозрачность надзора, недостаточное внимание правам потребителя и инвестора, отсутствие практики регулирования страхового сектора и теневого банковского сектора.

Представляется существенным тот факт, что дискуссия об интеграции национальных регуляторов затронула не только развитые страны, но и, например, пространство ЕАЭС – предпосылки к такому объединению национальных регуляторов присутствуют [25].

Первые шаги к интеграции экономических и финансовых процессов на пост-

советском пространстве были сделаны в 1993 г. с образованием СНГ и в 1995 г. с созданием Таможенного союза. Позднее расширилась территория экономической интеграции, а также увеличилась ее степень – было создано Евразийское экономическое сообщество (ЕврАзЭС), часть стран образовали Единое экономическое пространство. Постепенно улучшалась законодательная база, способствующая функционированию интеграционных образований, а также развивались соответствующие институты – в 2012 г. было принято решение о создании Евразийской экономической комиссии, призванной регулировать интеграционные процессы.

Согласно Стратегии развития финансовых рынков стран ЕАЭС, к 2025 г. страны-участники должны будут осуществить гармонизацию законодательств в сфере финансовых рынков, а также принять решение о создании единого наднационального мегарегулятора. На данный момент ведется активная работа по созданию подходов формирования единого биржевого пространства, разрабатываются общие принципы кредитно-денежной, монетарной и валютной политики.

3. FATCA

Для финансовых институтов за пределами США данный закон является внешним фактором. В самих США правомерность принятия FATCA активно оспаривается в судах, и на отрезке в два-три года он может быть признан неконституционным полностью или частично. Однако, вне зависимости от судьбы конкретного законодательного акта, практика обмена налоговой и финансовой информацией между налоговыми органами и банками, находящимися в других юрисдикциях, становится общепринятой. Скорее всего, к 2020 г. будет сформирована международная практика по роли финансовых институтов в обмене фи-

нансовой информацией, а понятие банковской тайны, существующее самое позднее с XIX в., будет пересмотрено до неузнаваемости. Страны ЕАЭС (в первую очередь Казахстан) стали пионерами этого процесса после внесения в законодательство РК требований к декларированию имущества и активов не только должностными лицами, но и рядовыми гражданами.

Выводы

На наш взгляд, в краткосрочной перспективе и развитие, и развивающиеся экономики будут экспериментировать с уже существующим инструментарием, с ограничениями политического процесса (невозможность создания единого регулятора в США или же крайне медленные темпы принятия решений в Еврозоне, требующие консенсуса всех стран-участниц). Общей тенденцией будет усиление координации между регуляторами на страновом, региональном и глобальном уровне, попытки унифицировать принципы и методы регулирования в различных сегментах финансовой индустрии. Ключевую роль как в разработке, так и в реализации изменений будут нести центральные банки, либо специализированные мегарегуляторы. Издержки по выстраиванию новой системы будут достаточно высоки как для регуляторов, так и для финансовой индустрии.

В среднесрочной перспективе основой системы надзора станут мегарегуляторы на уровне крупнейших финансовых юрисдикций (кроме США), действующие по гармонизированному на глобальном уровне принципам. В пределах Еврозоны и ЕС возможен перенос основной регуляторной нагрузки со странового на межстрановой уровень. В таких условиях самостоятельность в принятии решений британскими (и в меньшей степени) швейцарскими регуляторами может стать конкурентным преимуществом и позволит сохранить за Лондоном статус крупнейшего мирового финансового центра даже после решения о выходе страны из Евросоюза.

Использование фискальных инструментов для давления на финансовые институты и достижения изменения в их деятельности, скорее всего, будет признано непродуктивным, особенно такие односторонние меры, как FATCA. При этом глобальная координация и обмен данными, скорее всего, продолжат расширяться, открывая регуляторам новые возможности по оценке рисков. Усиление роли стресс-тестов и системы контроля над рисками, полноценное внедрение базельских принципов во всех странах, несмотря на лоббистские усилия самих финансовых институтов, может стать основой для более устойчивой глобальной финансовой системы и снижении потенциалов для системных кризисов.

Список использованных источников

1. Bernanke B. Financial reform to address systemic risk. Speech at the Council on Foreign Relations. 2009. March 10. Washington, D.C.
2. Claessens S., Dell’Ariccia G., Igan D., Laeven L. Lessons and policy implications from the global financial crisis // IMF Working Paper. Working Paper No 10/44. International Monetary Fund, 2010. 40 p.
3. Barth J.R., Caprio G., Levine R. The evolution and impact of bank regulations // World Bank Policy Research Working Paper. 2012. No 6288. 25 p.
4. Brunnermeier M. Crockett A., Goodhart C., Persaud A., Shin H.S. The fundamental principles of financial regulation. London: Centre for Economic Policy Research, 2009. Vol. 11.
5. A regulatory response to the global banking crisis. The Turner Review // Financial Service Authority. 2009. 126 p.
6. Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management. International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, 2009. 27 p. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>.
7. Seelig S., Novoa A. Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies // IMF Working Paper. Working Paper 09/135. International Monetary Fund, 2009. 31 p. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09135.pdf>.
8. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel: Bank for International Settlements Communications, 2010. 77 p. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
9. Brunnermeier M.K. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08 // NBER Working Paper Series. Working Paper 14612. National Bureau of Economic Research, 2008. 33 p. URL: <http://www.nber.org/papers/w14612.pdf>.
10. Cosimano T.F., Hakura D. Bank behavior in response to Basel III: A cross-country analysis // IMF Working Paper. Working Paper 11/119. International Monetary Fund, 2011. 34 p. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11119.pdf>.
11. Elliott D., Salloy S., Santos A.O. Assessing the cost of financial regulation // IMF Working Paper. Working Paper 12/233. International Monetary Fund, 2012. 80 p. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12233.pdf>.
12. Slovik P., Cournède B. Macroeconomic impact of Basel III // OECD Economics Department Working Papers. No 844. Paris: OECD Publishing, 2011. 16 p. URL: <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kghwnhkkjs8.pdf?expires=1476264467&id=id&acname=guest&checksum=C6AA11BBD2F58DBC022D592A1E431362>.
13. An Assessment of the Long-Term Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements. Basel: Bank for International Settlements Communications, 2010. 63 p. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>.
14. Financial Stability Review. European Central Bank, 2015. 173 p. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201511.en.pdf>.
15. Chouinard É., Paulin G. Making banks safer: implementing Basel III // Bank

- of Canada. Financial System Review. 2014. June. P. 53–59.
16. Reinhart C. M., Rogoff K. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press, 2009. 512 p.
17. Григорьев Л.М., Подругина А.В., Особенности циклических колебаний после Великой рецессии // Проблемы теории и практики управления. 2016. № 6. С. 57–66.
18. Angelini P., Clerc L., Cúrdia V., Gambacorta L., Gerali A., Locarno A., Motto R., Roeger W., Van den Heuvel S., Vlček J. Basel III: Longterm Impact on Economic Performance and Fluctuations // The Manchester School. 2015. Vol. 83, Issue 2. P. 217–251.
19. Annual Cost of Compliance Survey. Thomson Reuters, 2013.
20. Abrams R.K., Taylor M. Issues in the Unification of Financial Sector Supervision // IMF Working Paper. Working Paper 00/213. International Monetary Fund, 2000. 32 p. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00213.pdf>.
21. Goodhart C.A.E. The Organisational Structure of Banking Supervision // FSI Occasional Papers. 2001. No 1. Basel: Financial Stability Institute, 2001. 46 p. URL: <http://www.bis.org/fsi/fsipapers01.pdf>.
22. Luna-Martinez de J., Rose T.A. International survey of integrated financial sector supervision // Policy Research Working Paper. 2003. No. 3096. Washington: World Bank, 2003. 44 p. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/18144/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
23. Prati A., Schinasi G.J. Financial Stability in European Economic and Monetary Union // Princeton Studies in International Finance. 1999. No 86. New Jersey: Princeton University, 1999. 118 p. URL: http://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S86.pdf.
24. Favero C.A. et al. One Money, Many Countries: Monitoring the European Central Bank 2. Centre for Economic Policy Research, 2000. 76 p.
25. Табах А.В., Подругина А.В. Наднациональное мегарегулирование: зарубежный опыт и перспективы ЕАЭС // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2015. № 4. С. 122–143.
26. Levin K., Coleman N. Tax Haven Banks and U.S. Tax Compliance. Staff Report of Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. USA: United States Senate, 2008. 110 p.

Tabakh A.V.

*National Research University Higher School of Economics,
Moscow, Russia*

Podrugina A.V.

*National Research University Higher School of Economics,
Moscow, Russia*

MODERN TRENDS OF INTERNATIONAL FINANCIAL REGULATION: IMPACT ON GLOBAL ECONOMY

Abstract. A tendency to toughening financial regulation and integration of financial regulators into national and transnational ones is observed in the post-crisis period. On the one hand, it leads to homogeneity and harmonization of national and transnational financial regulatory systems. On the other hand, tougher financial regulation results in a slowdown of economic growth. The economic situation has a significant impact on consequences of imposing new financial standards: regulatory failures in the crisis period, present monetary policy, low interest rates, credit crunch. The purpose of the paper is analysis of the consequences of financial regulation toughening – Basel II and Basel III agreement, FATCA (American law toughening regulation of taxation of foreign financial accounts), tendencies towards the integration of financial regulators and establishment of megaregulators in the light of current economic environment. Prospects of the influence of new financial standards on the global economy in the short-run and medium-term periods are revealed using theoretical research and contrastive analysis of macroeconomic statistical data. All discussed measures lead to both positive and negative consequences. The positive side is financial market stabilization (in the case of FATCA – tax revenue stabilization and increase); the negative side is the slowdown of economic growth. The authors believe that the tendency to toughening financial regulation, comprehensive coordination on at the country, region and global levels, enhancing transparency of financial regulation will intensify in the short-run and medium term. However one-sided measures such as as FATCA are losing popularity.

Key words: financial supervision; megaregulator; financial surveillance; credit crunch; crisis; economic growth.

References

1. Bernanke, B. (2009). *Financial reform to address systemic risk*. Speech at the Council on Foreign Relations, March 10, Washington, D.C.
2. Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. (2010). Lessons and policy implications from the global financial crisis. *IMF Working Paper*; Working Paper No 10/44. International Monetary Fund, 40.
3. Barth, J.R., Caprio, G., Levine, R. (2012). The evolution and impact of bank regulations. *World Bank Policy Research Working Paper*; No 6288, 25.
4. Brunnermeier, M. Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A., Shin, H.S. (2009). *The fundamental principles of financial regulation*. London, Centre for Economic Policy Research, Vol. 11.
5. A regulatory response to the global banking crisis. The Turner Review (2009). Financial Service Authority, 126.
6. Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial

- Institutions and Markets and for Liquidity Management (2009). International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, 27. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>.
7. Seelig, S., Novoa, A. (2009). Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies. *IMF Working Paper*, Working Paper 09/135. International Monetary Fund, 31. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09135.pdf>.
 8. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems (2010). Basel, Bank for International Settlements Communications, 77. Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
 9. Brunnermeier, M.K. (2008). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 14612. National Bureau of Economic Research, 33. Available at: <http://www.nber.org/papers/w14612.pdf>.
 10. Cosimano, T.F., Hakura, D. (2011). Bank behavior in response to Basel III: A cross-country analysis. *IMF Working Paper*, Working Paper 11/119. International Monetary Fund, 34. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11119.pdf>.
 11. Elliott, D., Salloy, S., Santos, A.O. (2012). Assessing the cost of financial regulation. *IMF Working Paper*, Working Paper 12/233. International Monetary Fund, 80. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12233.pdf>.
 12. Slovik, P., Cournède, B. (2011). Macroeconomic impact of Basel III. *OECD Economics Department Working Papers*, No 844. Paris, OECD Publishing, 16. Available at: <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kghwnhkkjs8.pdf?expires=1476264467&id=id&accname=guest&checksum=C6AA11BBD2F58DBC022D592A1E431362>.
 13. An Assessment of the Long-Term Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements (2010). Basel, Bank for International Settlements Communications, 63. Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>.
 14. Financial Stability Review (2015). European Central Bank, 173. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201511.en.pdf>.
 15. Chouinard, É., Paulin, G. (2014). Making banks safer: implementing Basel III. *Bank of Canada. Financial System Review*, June, 53–59.
 16. Reinhart, C. M., Rogoff, K. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 512.
 17. Grigor'ev, L.M., Podrugina, A.V. (2016). Osobennosti tsiklicheskich kolebanii posle Velikoi retsessii [Peculiarities of cyclical fluctuations after the Great Recession]. *Problemy teorii i praktiki upravleniia (the International Journal Theoretical and Practical Aspects of Management)*, No 6, 57–66.
 18. Angelini, P., Clerc, L., Cúrdia, V., Gambacorta, L., Gerali, A., Locarno, A., Motto, R., Roeger, W., Van den Heuvel, S., Vlček, J. (2015). Basel III: Longterm Impact on Economic Performance and Fluctuations. *The Manchester School*, Vol. 83, Issue 2, 217–251.
 19. Annual Cost of Compliance Survey (2013). Thomson Reuters.
 20. Abrams, R.K., Taylor, M. (2000). Issues in the Unification of Financial Sector

- Supervision. *IMF Working Paper*, Working Paper 00/213. International Monetary Fund, 32. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00213.pdf>.
21. Goodhart, C.A.E. (2001). The Organisational Structure of Banking Supervision. *FSI Occasional Papers*, No 1. Basel, Financial Stability Institute, 46. Available at: <http://www.bis.org/fsi/fsipapers01.pdf>.
 22. de Luna-Martinez, J., Rose, T.A. (2003). International survey of integrated financial sector supervision. *Policy Research Working Paper*, No. 3096. Washington, World Bank, 44. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/18144/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
 23. Prati, A., Schinasi, G.J. (1999). Financial Stability in European Economic and Monetary Union. *Princeton Studies in International Finance*, No 86. New Jersey, Princeton University, 118. Available at: http://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S86.pdf.
 24. Favero, C.A. et al. (2000). *One Money, Many Countries: Monitoring the European Central Bank 2*. Centre for Economic Policy Research, 76.
 25. Tabakh, A.V., Podrugina, A.V. (2015). Nadnatsional'noe megaregulirovanie: zarubezhnyi opyt i perspektivy EAES (Trans-national megaregulation for Eurasian Economic Union. Foreign Experience and Prospects). *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika (Bulletin of Moscow University, Series 6 "Economics")*, No 4, 122–143.
 26. Levin, K., Coleman, N. (2008). *Tax Haven Banks and U.S. Tax Compliance*. Staff Report of Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. USA, United States Senate, 110.

Information about the authors

Tabakh Anton Valerievich – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia (101000, Moscow, Myasnitskaya street, 20); e-mail: atabah@hse.ru.

Podrugina Anastasiya Victorovna – Post-Graduate Student, National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia (101000, Moscow, Myasnitskaya street, 20); e-mail: podrushkina@gmail.com.